

ГЛАВА 2

У Генри Синглтона лучшие показатели работы и распределения капитала в американском бизнесе... если вы возьмете сто выпускников бизнес-школ и сложите все их триумфы, их совокупные показатели не будут столь же впечатляющими, как результаты Синглтона.

Уоррен Баффет, 1980 год

НЕОБЫЧНЫЙ КОНГЛОМЕРАТОР

ГЕНРИ СИНГЛТОН И TELEDYNE

Когда изменяются факты, я меняю свое
мнение. А вы?

Джон Мейнард Кейнс

В начале 1987 года Teledyne — конгломерат среднего размера, славящийся своим необычным поведением — объявил о дивидендах. Это, казалось бы, безобидное событие привлекло чрезмерное внимание деловой прессы, в том числе появились статьи на первых полосах Wall Street Journal. *Что же в этом было достойно освещения в печати?*

На протяжении большей части XX века от публичных акционерных компаний ждали выплаты дивидендов. Многие инвесторы, в особенности люди пенсионного возраста, рассчитывали на них как на свой доход и внимательно рассматривали их уровень и политику компаний, когда принимали инвестиционные решения. Teledyne, однако, единственный среди конгломератов 1960-х, упорно отказывался выплачивать дивиденды, полагая, что это неэффективно с точки зрения налогообложения (дивиденды облагались налогом дважды: первый раз — на корпоративном уровне и второй — на индивидуальном).

Основателем и CEO компании был Генри Синглтон, а политика Teledyne в отношении дивидендов — лишь одно из весьма необычных принятых здесь правил. Помимо этого, Синглтон ввел децентрализацию операционной деятельности, избегал общения с аналитиками с Уолл-стрит, не проводил дробление, или сплит, своих акций и осуществлял их обратный выкуп (чего не делал никто другой ни до него, ни после).

Все это было в высшей степени необычно, но что действительно выделяло Синглтона и делало его легендой, так это показываемая им доходность, на фоне которой показатели и рынка в целом, и конкурентов выглядели весьма плачевно. Синглтону удалось за 30 лет увеличить стоимость компании до невероятного уровня, несмотря на постоянно меняющийся общеэкономический фон (начиная с динамичного роста рынка в 1960-х годах и заканчивая глубоким медвежьим трендом начала 1990-х).

Ему удалось добиться отличных результатов благодаря умению адаптироваться к рыночным условиям и концентрировать усилия на распределении капитала. Его подход отличался от подхода коллег, а корни его поведения следует искать в его прошлом опыте, который был необычным для CEO из списка Fortune 500.

Синглтон родился в 1916 году в крошечном городке Хаслет (штат Техас). Он был успешным математиком и ученым, не имевшим степени MBA. Учился в Массачусетском технологическом институте (MIT), где получил степень бакалавра, а затем магистра и доктора (PhD) в области электротехники. Синглтон создал в MIT первый студенческий компьютер в рамках подготовки докторской диссертации, а в 1939 году выиграл медаль Патнэма как лучший студент-математик в стране (среди будущих победителей этой премии — нобелевский лауреат, ученый-физик Ричард Фейнман). Синглтон был заядлым шахматистом, которого отделяли от звания гроссмейстера всего 100 пунктов.

После окончания MIT в 1950 году он работал инженером-исследователем в компаниях North American Aviation и Hughes Aircraft*. Затем легендарный Текс Торнтон, бывший член Wiz Kids**, пригласил его в Litton Industries. Здесь в конце 1950-х Синглтон изобрел инерционную систему наведения, которую до сих пор используют в коммерческих и военных самолетах. Синглтон был назначен генеральным менеджером Litton Electronic Systems Group (подразделения электронных систем), и под его руководством к концу десятилетия оно стало самым большим в компании с выручкой более чем 80 млн долларов.

Синглтон ушел из Litton в 1960 году, после того как выяснилось, что он не будет преемником Торнтона и не займет пост CEO. На тот момент ему было 43 года. Его коллега Джордж Козмецки, который управлял Litton Electronic Components Group (подразделением электронных деталей), покинул компанию вместе с ним, и в июле

* North American Aviation — бывшая американская аэрокосмическая компания; Hughes Aircraft, крупная американская военно-промышленная авиастроительная компания, основанная в 1932 году Говардом Хьюзом как подразделение Hughes Tool Company.
Прим. пер.

** Группа из десяти бывших офицеров ВВС, получившая прозвище Wiz Kids (Ford) — «вундеркинды Форда». Была создана Чарльзом Бейтси «Текс» Торнтоном по просьбе Форда-младшего. «Вундеркинды Форда» помогли компании избежать угрозы банкротства и снова вывели ее в лидеры автомобилестроения путем планирования и правильной организации системы административного управления.
Прим. пер.

1960 года они основали Teledyne. Они начали с приобретения трех небольших компаний электроники и заполучили крупный военноморской заказ. Teledyne стала публичной компанией в 1961 году, на заре эры конгломератов.

Конгломераты представляли собой компании со множеством независимых бизнес-единиц. Используя свои преимущества на фоне высоких цен на их акции, они росли путем поглощений в разных сферах бизнеса. Эти покупки приносили ощутимый доход, что, в свою очередь, поддерживало акции этих компаний на высоком ценовом уровне. Это служило своего рода платформой для будущих приобретений. У большинства конгломератов был солидный штат персонала в головном офисе, они активно общались с представителями Уолл-стрит и деловой прессы с целью продвижения своих акций. Однако их безмятежная жизнь прервалась в конце 1960-х годов, когда самые крупные конгломераты (ITT, Litton Industries и другие) перестали достигать плановой прибыли, а их акции резко упали в цене.

Сегодня принято считать, что конгломераты — неэффективная форма корпоративной организации, однако так было не всегда. Большую часть 1960-х годов они имели высокие коэффициенты P/E и их дорогостоящие акции давали им финансовую возможность участвовать в процессе поглощений. В то время конкуренция за приобретения была значительно ниже, чем сегодня (частных акционерных компаний тогда еще не существовало), и цена на компанию (оцениваемую по P/E) часто оказывалась заметно ниже той, за которую покупатель торговался на фондовом рынке, приводя серьезные доводы в пользу приобретения.

Синглтон в полной мере воспользовался возможностями арбитража, чтобы создать диверсифицированный портфель. За период с 1961 по 1969 год он приобрел 130 компаний в самых разных отраслях: от авиационной электроники и производства специальных металлов* до страхования. Все эти компании, кроме двух, были куплены благодаря дорогостоящим акциям Teledyne.

* Специальные металлы обычно используются для военного производства особой номенклатуры. *Прим. ред.*

В своем подходе к приобретениям Синглтон отличался от других владельцев конгломератов. Он не скупал все подряд, избегал переломных или сложных для компаний ситуаций и концентрировался не на прибыльных, растущих компаниях с лидирующими рыночными позициями, а чаще на нишевых рынках. Как описал свой бизнес Джек Гамильтон, руководитель подразделения специальных металлов: «Мы специализировались на продуктах с высокой рентабельностью, которые продавались унциями, а не тоннами»¹. Синглтон был очень дисциплинированным покупателем, никогда не превышал лимит оплаты (готов был платить за актив максимум 12 прибылей) и в основном приобретал компании с очень низкими коэффициентами. При этом P/E Teledyne был в те времена очень высок и варьировался в диапазоне от 20 до 50.

В 1967 году Синглтон приобрел Vasco Metals за 43 млн долларов (его крупнейшая сделка на тот момент). Возглавлявшего эту компанию Джорджа Робертса Синглтон назначил на должность президента Teledyne, а сам стал CEO и председателем совета директоров. Они довольно давно знали друг друга: Робертс был соседом Синглтона по комнате во время учебы в Военно-морской академии (где он в свои 16 лет был признан самым молодым студентом первого курса в истории учебного заведения). У Робертса за плечами тоже был опыт научной работы: он окончил Университет Карнеги—Меллон с докторской степенью (PhD) в металлургии, занимал ряд руководящих постов в разных компаниях, специализировавшихся на металлах со специальными свойствами, и в конечном счете пришел в Vasco в начале 1960-х в качестве ее президента.

Как только Робертс присоединился к компании, Синглтон начал отходить от управления операционной деятельностью, чтобы иметь возможность сфокусироваться на стратегических вопросах и распределении капитала.

Вскоре после этого Синглтон стал первым владельцем конгломерата, прекратившим покупку новых компаний. В середине 1969 года в связи с падением цен на его акции и ростом цены приобретений Синглтон распустил команду, занимавшуюся поглощениями. Будучи дисциплинированным и аккуратным покупателем, он четко

осознал, что с более низким P/E его акции как «валюта для приобретений» уже не столь привлекательны. С того момента Teledyne больше не осуществляла серьезных покупок и никогда не выпускала дополнительных акций.

Эффективность стратегии приобретений демонстрирует табл. 2.1. За первые десять лет работы в качестве публичной компании чистая прибыль на акцию Teledyne выросла в *64 раза* (ошеломляющий результат!), тогда как доля акций в свободном обращении увеличилась менее чем в 14 раз. В совокупности это привело к созданию значительной стоимости для акционеров.

Таблица 2.1

Финансовые результаты Teledyne за 10 лет (\$ млн)

	1961	1971	Рост (раз)
Выручка	4,50	1101,90	244,40
Чистая прибыль	0,10	32,30	555,80
Прибыль на акцию (EPS), \$*	0,13	8,55	64,80
Доля акций в свободном обращении, %*	0,40	6,60	13,70
Долг	5,10	151,00	28,90

* Скорректированные показатели с учетом дробления акций и дивидендов.

Источник: таблица предоставлена Томом Смитом, инвестором и давним наблюдателем за деятельностью компании Teledyne

Совершеннолетие Синглтона пришлось на тот период, когда многие уверовали в огромную силу количественных методов анализа. 1940–1950-е годы были эрой Wiz Kids («вундеркиндов Форда») — группы талантливых молодых математиков и инженеров. С помощью методов статистического анализа они провели преобразования в ряде основных американских институтов, начиная с Корпуса армейской авиации (предшественника воздушных сил) во время Второй мировой войны, продолжая Ford Motor Company в 1950-е годы и заканчивая Пентагоном (с назначением Роберта Макнамары министром обороны США в 1961 году).

Во всех этих организациях власть сосредоточилась в головных офисах в руках элитного корпуса молодых, исключительно ярких

руководителей. В своей работе они использовали количественные методы, внедрили централизованный контроль и новые, основанные на математике системы для решения текущих задач. Благодаря аналитическому таланту этих людей удалось навести порядок во многих сферах, где ранее царил хаос, и добиться очень хороших результатов.

Многие руководители конгломератов переняли такой подход централизованного управления (из головного офиса) и сформировали большой штат персонала, переполненный вице-президентами и отделами планирования. Интересно, что Синглтон, тесно сотрудничавший с Тексом Торнтоном, одним из первых «вундеркиндов Форда», для своей компании разработал совершенно иной подход.

В отличие от своих коллег, таких как Торнтон и Гарольд Дженин из ИТТ*, Синглтон и Робертс сторонились популярных тогда концепций «интеграции» и «синергии». Вместо этого они сделали акцент на децентрализации, разбив компанию на составные части и, насколько это было возможно, свели подотчетность и ответственность менеджеров в рамки организации. В головном офисе работало менее 50 человек, и это в компании, насчитывавшей более 4000 сотрудников. При этом не было никаких отделов управления персоналом, отделов по работе с инвесторами и развитию бизнеса. Как это ни странно, наиболее успешный конгломерат той эпохи по своей сути меньше всего походил на конгломерат с точки зрения организации процессов.

Децентрализация способствовала развитию беспристрастной корпоративной культуры в Teledyne. Несколько бывших президентов компании отмечали, что отсутствие многочисленных процедур и прописанных политик оказывало освежающее воздействие. Если менеджер достигал своих показателей, то все понимали, что он успешно справился с работой, если же ему этого не удавалось, то он просто двигался дальше. Как говорил один из этих людей: «Никого не волновало, с кем обедал Генри».

* ИТТ Corporation — крупная американская корпорация, которая занимается высокотехнологичными инженерными разработками, телекоммуникациями, является одним из крупнейших в мире производителей насосного оборудования, выпускает и внедряет широкий спектр оборонных технологий. *Прим. пер.*

Как только локомотив приобретений замедлил свой ход в 1969 году, Робертс и Синглтон обратили более пристальное внимание на текущую деятельность компании. В отличие от общепринятых подходов Синглтон не ставил во главу угла размер объявленной прибыли (основной ориентир для Уолл-стрит в то время) и вместо этого стремился оптимизировать свободный поток денежных средств. Он и CFO Джерри Джером разработали свою уникальную систему измерений под названием Teledyne return («доходность Teledyne»). Эта модель путем усреднения показателей денежного потока и чистой прибыли для каждой компании конгломерата делала акцент на увеличении потока денежных средств. Степень достижения именно этой цели и принималась в расчет при определении вознаграждения для генеральных менеджеров всех подразделений. Как сказал Синглтон журналу *Financial World*: «Если кто-то заинтересуется практикой Teledyne, он должен спокойно воспринимать тот факт, что наша квартальная прибыль может колебаться. Наша отчетность устроена таким образом, чтобы наращивать денежный поток, а не объявленную прибыль»². Таких слов вы не услышите сейчас от типичного CEO, входящего в список *Fortune 500* и нацеленного на то, чтобы соответствовать ожиданиям Уолл-стрит.

Синглтон и Робертс быстро добились роста рентабельности и существенно сократили операционный оборотный капитал Teledyne, получив в результате огромный объем денежных средств. Это обеспечило компании стабильно высокую доходность от операционной деятельности, которая на протяжении 1970–1980-х годов в среднем составляла более 20%. Партнер Уоррена Баффета Чарли Мангер описывает эти выдающиеся результаты как «значительно выше, чем у кого бы то ни было... невообразимо выше»³.

Все эти инициативы привели к тому, что с 1970 года Teledyne стала стабильно прибыльной компанией даже при совершенно разных рыночных условиях. Приток денежных средств направлялся в головной офис, где Синглтон принимал решения о распределении капитала. Эти решения были в высшей степени необычными и эффективными.

Packard Bell: редкая ошибка

Единственным подразделением, которое не соответствовало установленным Синглтоном высоким стандартам качества, была компания Packard Bell, производящая телевизоры. Показательно то, как он и Робертс поступили с этой неэффективной бизнес-единицей. Когда они осознали, что Packard Bell постоянно находится в невыгодном положении по сравнению с бюджетными японскими конкурентами и не в состоянии обеспечивать приемлемую доходность, они незамедлительно избавились от нее, став первыми американскими производителями, которые вышли из индустрии (остальные последовали за ними в течение следующих десяти лет).

В начале 1972 года, когда денежные средства на балансе компании продолжали увеличиваться, а оценочные коэффициенты для приобретений были по-прежнему высоки, Синглтон заказал разговор из телефонной будки в центре Манхэттена с одним из членов совета директоров Teledyne, легендарным венчурным инвестором Артуром Рокком (который в дальнейшем окажет поддержку Apple и Intel). Когда их соединили, Синглтон сказал: «Артур, я много думал об этом, наши акции сейчас слишком дешевы. Я уверен, что мы почти наверняка заработаем больше, если просто купим бумаги по этой цене, нежели будем делать что-либо еще. Я хотел бы объявить торги — как ты считаешь?» Рок подумал немного и произнес: «Мне нравится идея»⁴.

С этими словами был запущен один из судьбоносных этапов в истории распределения капитала. Начиная с тендера 1972 года и все последующие 12 лет Синглтон проявлял беспрецедентную активность в отношении выкупа акций, что неожиданным образом отразилось на цене бумаг Teledyne и практически разрушило давние предубеждения Уолл-стрит.

Сказать, что Синглтон был пионером в области обратного выкупа, значит сильно преуменьшить важность этого события. Возможно,

правильнее назвать его «небожителем Олимпа» в ранней истории корпоративных финансов. До начала 1970-х годов обратные выкупы считались явлением весьма сомнительным. Устоявшиеся стереотипы того времени были таковы, что обратный выкуп говорил об отсутствии у компании внутренних возможностей инвестирования, а потому его рассматривали на Уолл-стрит как признак слабости. Синглтон проигнорировал эти нормы и поразил всех, выкупив с 1972 по 1984 год 90% акций Teledyne в свободном обращении (в рамках восьми отдельных тендерных предложений). Как говорит Мангер: «Никто и никогда не скупал акции так активно»⁵.

Синглтон был убежден, что с учетом особенностей налогообложения обратные выкупы обеспечивают акционерам более высокую доходность по сравнению с дивидендами, которые на протяжении большей части срока его правления облагались очень высоким налогом. Синглтон считал, что выкуп собственных акций по хорошей цене обеспечивает компанию внутренним катализатором. Это своего рода наматывание пружины, которая в будущем распрямится и отскочит вверх, достигнув полной стоимости и сгенерировав исключительную прибыль. Эти выкупы стали важным критерием оценки распределения капитала. Всякий раз, когда прибыль от обратного выкупа акций выглядела более привлекательно по сравнению с другими возможностями инвестирования, Синглтон вновь выкупал свои бумаги.

Обратные выкупы стали популярны в 1990-х и часто используются СЕО в последние годы, чтобы искусственно поддержать проседающие цены на акции эмитентов. Важно отметить, что обратный выкуп наращивает стоимость в интересах акционеров только в том случае, если совершается по выгодной цене. Синглтон покупал свои акции очень удачно, сгенерировав таким образом невероятную совокупную годовую доходность для акционеров Teledyne в 42%.

Практически по каждому тендерному предложению наблюдалось превышение первоначально намеченной суммы подписки на акции. Все тщательно проанализировав, Синглтон четко понимал важность этих сделок для компании и благодаря силе убеждения почти всегда выкупал все предложенные акции. Выкупы были очень большой ставкой для Teledyne и оценивались в диапазоне от 4 до 66% балан-

совой стоимости компании (на момент объявления). В общей сложности Синглтон потратил на выкупы невероятную сумму в 2,5 млрд долларов.

Табл. 2.2 наглядно демонстрирует достижения Синглтона. С 1971 по 1984 год он выкупил огромную часть акций Teledyne с низким P/E, тогда как выручка и чистая прибыль компании продолжали расти. В результате это дало увеличение чистой прибыли в расчете на акцию в *40 раз!*

Важно отметить, что такая одержимость выкупом акций стала следствием эволюции мышления Синглтона, который в процессе «строительства» Teledyne был активным и крайне эффективным *эмитентом* акций. Великие инвесторы (и распределители капитала) должны уметь и дорого продавать, и дешево покупать: так, при выпуске акций Teledyne средний P/E составлял более 25, а при их выкупе был менее 8.

Таблица 2.2

**Результаты, полученные с помощью программы
выкупа акций Teledyne (\$ млн)**

	1971	1984	Рост (раз)
Выручка	1101,90	3494,30	2,20
Чистая прибыль	32,30	260,70	7,10
Прибыль на акцию (EPS), \$*	8,55	353,34	40,30
Доля акций в свободном обращении, %*	6,60	0,90	(0,90)
Долг	151,00	1072,70	6,10

* Скорректированные показатели с учетом дробления акций и дивидендов.

Источник: таблица предоставлена Томом Смитом, инвестором и давним наблюдателем за деятельностью компании Teledyne

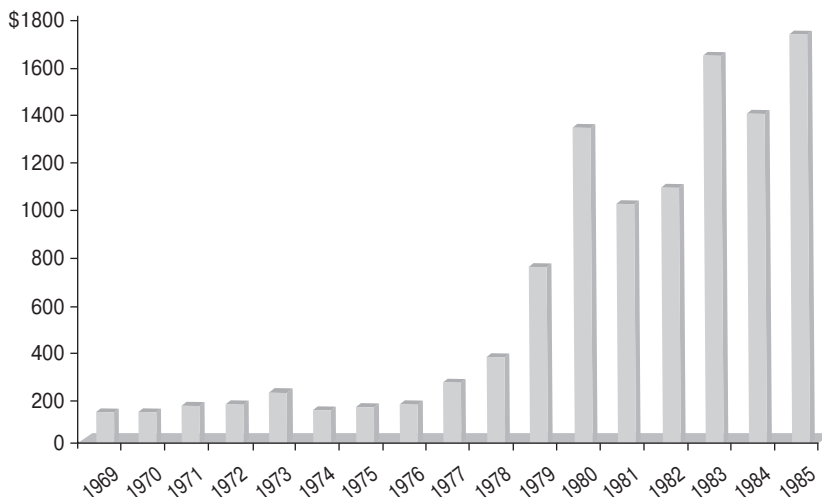
Синглтон был очарован фондовым рынком еще со времен свой молодости. Джордж Робертс рассказывал историю о том, как Синглтон, приехавший на побывку в Нью-Йорк во время Второй мировой войны, часами стоял перед окном брокерской компании, наблюдая за изменением котировок в бегущей строке.

В середине 1970-х у него появилась, наконец, возможность заняться увлечением всей своей жизни, когда он взял на себя ответственность за инвестирование портфелей акций дочерних страховых компаний Teledyne (происходило это в момент серьезнейшего рыночного спада, когда P/E находились на самых низких уровнях со времен Великой депрессии). При управлении портфелем — как и в дальнейшем в случае со сделками приобретения, организацией операционной деятельности и обратным выкупом — Синглтон разработал уникальный подход, принесший великолепные результаты.

Он перераспределил активы в портфелях страховых компаний, увеличив совокупную долю акций с 10% в 1975 году до 77% к 1981 году, что было весьма неожиданно. Синглтон инвестировал свыше 70% средств комбинированных портфелей акций всего лишь в пять компаний, разместив при этом невероятные 25% в одной компании (своем бывшем работодателе — Litton Industries). Подобная концентрация портфеля (обычный взаимный фонд владеет акциями более чем сотни эмитентов) вызвала ужас на Уолл-стрит, где многие посчитали, что Синглтон готовился к новому раунду поглощений.

У Синглтона таких намерений не было, однако все же стоит подробнее рассмотреть, каким образом он проинвестировал средства. Самые солидные вложения неизменно направлялись в компании, которые он хорошо знал (включая небольшие конгломераты типа Curtiss-Wright и крупные энергетические и страховые компании, такие как Техасо и Aetna) и чьи P/E были близки к абсолютным минимумам на момент инвестиций. Как сказал Чарли Мангер о подходе Синглтона к инвестированию: «Как Уоррен и я, он не боялся концентрации вложений и покупал лишь немногие вещи, в которых хорошо разбирался»⁶.

Как и в случае с обратными выкупами акций Teledyne, Синглтон добился внушительной доходности этих портфелей. На рис. 2.1 мы видим почти восьмикратный рост балансовой стоимости страховых «дочек» Teledyne за период с 1975 по 1985 год.



Примечание. Балансовая стоимость отражает сумму показателей балансовой стоимости дочерних компаний Unitrin и Argonaut.

Рис. 2.1. Балансовая стоимость страховых компаний Teledyne (\$ млн)

В 1984–1996 годах Синглтон переключился с управления портфелем на решение вопросов преемственности (в 1986-м он назначил Робертса своим преемником в качестве CEO, сохранив за собой председательский пост) и оптимизации акционерной стоимости (в условиях стагнации операционных результатов в подразделениях Teledyne). Для достижения этих целей Синглтон прибег к тактике, которая в очередной раз привела в замешательство Уолл-стрит.

Синглтон был пионером в использовании метода «отпочковывания компаний», который, по его мнению, не только упрощал решение вопроса преемственности в Teledyne, но и позволял раскрыть полную стоимость значительного страхового бизнеса компании для акционеров. Говоря словами члена совета директоров Файеза Сэрофима, Синглтон верил, что «есть время создавать конгломераты и есть время их разбирать»⁷. Время разбирать конгломерат в конце концов пришло в 1986 году, а первопроходцем стала Argonaut, страховавшая сотрудников компании от невыплаты зарплаты.

Эстафету приняла Unitrin, которую Синглтон отделил в 1990 году и сделал независимой с Джерри Джеромом в качестве CEO. Это было значимым шагом, так как Unitrin отвечала за большую часть стоимости Teledyne в то время. С тех пор как компания стала публичной, она показывала отличную доходность — сначала под руководством Джерома, а затем его преемника Дика Вая.

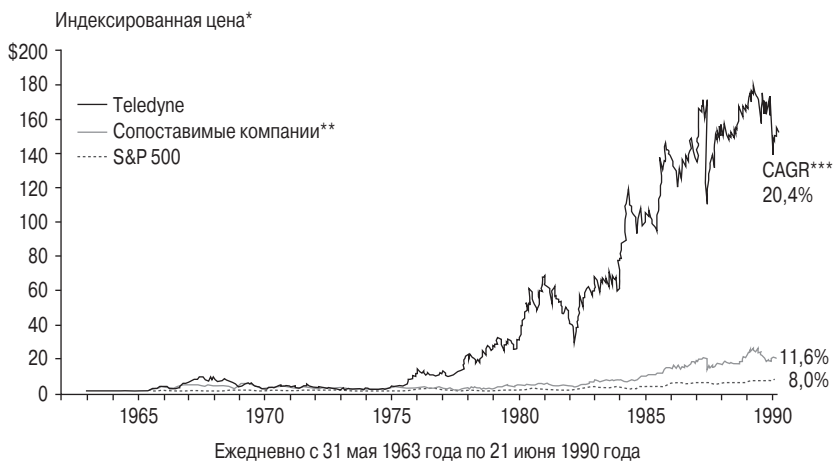
С середины и до конца 1980-х в компаниях Teledyne, не связанных со страхованием, наблюдалось замедление операционной деятельности. Это было вызвано циклическим спадом на рынках энерго-ресурсов и специальных металлов, а также обвинениями в мошенничестве в адрес структуры Teledyne, выполнявшей оборонные заказы. В 1987 году, когда и цены приобретений, и цены акций находились на исторических максимумах, Синглтон посчитал, что у него нет особо прибыльных вариантов для распределения денежного потока, и объявил о первых за 26 лет дивидендах. Это было поистине феноменальным событием для давних наблюдателей за деятельностью Teledyne, которое свидетельствовало о наступлении новой фазы в ее истории.

После успешных «отпочковываний» и назначения Робертса на должность CEO Синглтон ушел в отставку с поста председателя в 1991 году, чтобы заняться разведением крупного рогатого скота. (Любопытно, но скотоводство привлекало не только Синглтона, но и многих других успешных предпринимателей его поколения, рожденных в Техасе. В конечном счете он купил более 1 млн акров (свыше 400 000 га) пастбищной земли в Нью-Мексико, Аризоне и Калифорнии.) Однако в 1996 году Синглтон вернулся, чтобы лично провести переговоры о слиянии оставшихся производственных подразделений Teledyne с Allegheny Industries и избавиться от враждебного предложения о поглощении от рейдера Беннета Лебоу. По словам Билла Рутледжа (президента Teledyne на тот момент), в ходе переговоров Синглтон сфокусировался исключительно на получении наилучшей возможной цены, игнорируя второстепенные вопросы, такие как должности топ-менеджеров и состав совета директоров⁸. И вновь

результат оказался отличным для акционеров Teledyne, получивших 30%-ную премию к предыдущей цене сделки с ценными бумагами компании.

Следует признать, по своим заслугам Синглтон затмил и своих коллег, и рынок в целом. С 1963 года (первый год, для которого есть подтвержденные данные об объеме инвестиций) и до 1990-го он добился для акционеров удивительных результатов, получив совокупную годовую доходность в размере 20,4% (учитывая отделившиеся компании). За тот же период доходность индекса S&P 500 составила лишь 8%, а доходность по акциям других основных конгломератов оказалась на уровне 11,6% (см. рис. 2.2).

Доллар, инвестированный в компанию Генри Синглтона в 1963 году, стоил бы 180,94 доллара в 1990-м. Так что Синглтон опередил конкурентов почти в девять раз, индекс S&P 500 — почти в двенадцать и оставил Джека Уэлча далеко позади.



* Скорректированный показатель с учетом дробления акций, выплаты дивидендов акциями, выплаты дивидендов в денежной форме (предположительно будут реинвестироваться и облагаться налогом в 40%).

** Сопоставимые конгломераты включают Litton Industries, ИТТ, Gulf & Western и Textron.

*** Совокупный среднегодовой показатель роста.

Рис. 2.2. Цена акций Teledyne при Синглтоне в сравнении с S&P 500 и конкурентами

Основные слагаемые успеха

Одно из наиболее важных решений, которые приходится принимать каждому CEO, касается рационального использования времени. В особенности сколько его расходуется в трех важнейших областях: управлении рабочими процессами, распределении активов и отношении с инвесторами. Подход Генри Синглтона к тайм-менеджменту сильно отличался от методов его коллег Текса Торнтона и Гарольда Дженина и очень напоминал подход CEO-аутсайдеров.

Как он сказал в интервью журналу *Financial World* в 1978 году: «Я не откладываю на потом *никакие* повседневные обязанности, а потому не попадаю в какую-то особую рутину. Я определяю свою работу не жесткими рамками, а главным принципом: иметь свободу делать то, что будет наилучшим образом, как мне кажется, соответствовать интересам компании в любое время»⁹. Синглтон избегал детальных стратегических планов, предпочитая вместо этого сохранять гибкость и не торопиться с решениями. Однажды на годовом собрании акционеров *Teledyne* он отметил: «У многих людей, как я знаю, есть грандиозные точные планы, они проработали всевозможные моменты. Но мы подвержены огромному количеству внешних воздействий, подавляющее большинство которых просто невозможно предсказать. Так что я предпочитаю оставаться гибким»¹⁰. В интервью журналисту *BusinessWeek* он объяснил свои слова еще проще: «Мой единственный план — это продолжать ходить на работу... мне больше нравится управлять кораблем каждый день, чем планировать наперед путь в будущее»¹¹.

В отличие от своих коллег из конгломератов, таких как Торнтон и Джинин или Чарльз Блудорн из *Gulf & Western*, Синглтон не искал расположения аналитиков с Уолл-стрит или деловой прессы. На самом деле он считал построение отношений с инвесторами пустой тратой времени и просто отказывался предоставлять прогнозы по квартальной прибыли или присутствовать на отраслевых конференциях. Это было крайне необычное поведение, ведь его коллеги в то время нередко появлялись на обложках ведущих деловых журналов.

Teledyne против закона Сарбейнса—Оксли*

Своеобразность подходов Teledyne распространилась и на корпоративное управление — довольно большой вопрос на данный момент. Совет директоров компании с треском бы провалился в случае проведения проверок по нынешним стандартам закона Сарбейнса—Оксли. Синглтон (как и многие CEO, описанные в этой книге) был сторонником небольших советов. Совет директоров Teledyne состоял всего из шести членов, включая самого Синглтона, причем половина была сотрудниками компании. Вместе с тем это была исключительно талантливая группа людей, у каждого члена которой был значительный экономический интерес в компании. Помимо Синглтона, Робертса и Козмецки (который уволился из Teledyne в 1966 году, чтобы возглавить Школу бизнеса при Техасском университете) в совет директоров входили Клод Шеннон, учившийся с Синглтоном на одном курсе в Массачусетском технологическом институте и считавшийся отцом теории информации; Артур Рок, легендарный венчурный инвестор; и Файез Сэрэфим, миллиардер, руководитель фонда из Хьюстона. Эта группа коллективно владела более чем 40% акций компании к концу периода ее существования.

Даже в этой книге о CEO, активно проводивших обратный выкуп, Синглтон играет в собственной лиге. Учитывая присущий ему ненасытный аппетит к акциям Teledyne и общий высокий уровень выкупов среди CEO-аутсайдеров, подробнее рассмотрим его подход к данному вопросу. Методы Синглтона, конечно же, отличаются от большинства нынешних CEO.

* Президент США Буш 30 июля 2002 года подписал закон Сарбейнса—Оксли (англ. Sarbanes-Oxley Act, SOX), который представляет собой один из самых важных документов по изменению федерального законодательства США по ценным бумагам за последние 60 лет. Закон серьезно ужесточает требования к финансовой отчетности и процессу ее подготовки, что стало результатом многочисленных корпоративных скандалов, связанных с недобросовестностью менеджеров крупных корпораций.
Прим. пер.

По сути, есть два основных подхода к обратному выкупу акций. При наиболее распространенном современном подходе компания выделяет определенную часть капитала (обычно небольшой процент избытка денежных средств на балансе) для выкупа акций, а затем в течение кварталов (а иногда и лет) скупает акции на открытом рынке. Этот подход осторожный, консервативный, и неудивительно, что он вряд ли окажет особое влияние на стоимость акций в долгосрочной перспективе. Такой метод можно сравнить с «соломинкой для коктейля».

Другой подход, излюбленный описанными в этой книге СЕО и впервые разработанный Синглтоном, гораздо смелее. Он подразумевает менее частые и более крупные выкупы, спланированные по времени таким образом, чтобы совпасть с периодом низких цен на акции. Обычно они совершаются в течение очень коротких временных периодов, часто по тендерным предложениям и могут финансироваться за счет заемного капитала. Синглтон использовал этот подход не менее восьми раз. Можно сказать, что он не пользовался «соломинкой», а подбирал для себя «пожарный шланг».

Выкуп акций Синглтоном в 1980 году представляет собой великолепный пример его пронизательности с точки зрения распределения активов. В мае 1980-го, когда P/E Teledyne находился на рекордно низком уровне, Синглтон объявил один из самых крупных тендеров по акциям компании; книга заявок по ним была переподписана в три раза. Синглтон решил приобрести все предлагаемые бумаги, что представляло собой *свыше 20%* акций в обращении. Учитывая значительный поток свободных денежных средств компании и недавнее снижение процентных ставок, он целиком финансировал выкуп с помощью займа по фиксированной ставке.

Затем процентные ставки резко выросли, и цена на новые облигационные выпуски упала. Синглтон не верил в вероятность того, что процентные ставки и далее будут расти, а потому инициировал обратный выкуп облигаций. Он выкупил облигации с помощью средств пенсионного фонда компании, который не облагался налогом на инвестиционный доход.

В результате этой серии сделок Teledyne успешно профинансировала крупный выкуп акций посредством недорогого займа, а пенси-

онный фонд получил значительный, не облагаемый налогом доход от покупки облигаций, когда процентные ставки позже упали, а акции существенно выросли в цене (результат — совокупный доход за десять лет *более 40%*).

Синглтон до конца жизни отличался ярко выраженной независимостью мышления. В 1997 году, за два года до смерти от рака мозга в возрасте 82 лет, он встретился с Леоном Куперманом, давним инвестором Teledyne. В то время ряд компаний из списка Fortune 500 объявили о больших обратных выкупах акций. Когда Куперман спросил Синглтона об этом, тот ответил, и его слова оказались пророческими: «Если все делают это, тут явно что-то не так»¹².

Баффет и Синглтон: разлученные при рождении?

Многие из принципов уникального подхода Уоррена Баффета к управлению Berkshire Hathaway были впервые применены Синглтоном в Teledyne. На самом деле Синглтона можно считать своего рода прототипом Баффета, поскольку между этими двумя виртуозными СЕО есть необъяснимое сходство.

- *СЕО как инвестор.* И Баффет, и Синглтон сформировали компании, которые позволяли им сконцентрироваться не на операционной деятельности, а на распределении капитала. Оба считали себя прежде всего инвесторами, а не менеджерами.
- *Децентрализация операций при централизованных инвестиционных решениях.* Оба СЕО управляли децентрализованными структурами с небольшим числом сотрудников в головном офисе и немногими (если таковые были вообще) промежуточными звеньями между подразделениями компании и ее топ-менеджментом. Оба лично принимали все ключевые решения о распределении активов.
- *Философия инвестиций.* И Баффет, и Синглтон специализировались на инвестициях в те индустрии, которые они хорошо знали. При этом они чувствовали себя вполне комфортно, держа концентрированные портфели государственных ценных бумаг.

- *Подход к отношениям с инвесторами.* Оба они не посещали конференций и не предоставляли аналитикам прогнозы квартальной прибыли. Вместо этого публиковали очень информативные годовые отчеты, предоставляя детальные сведения по каждому бизнес-подразделению компании.
- *Дивиденды.* Teledyne, единственный среди конгломератов, не платил дивидендов в первые 26 лет своей работы. Berkshire не платил дивидендов никогда.
- *Дробление акций.* Акции Teledyne были самыми дорогими на Нью-Йоркской фондовой бирже большую часть времени в 1970–1980-х годах. Баффет никогда не проводил сплит по акциям Berkshire класса A* (сейчас они торгуются на уровне более 120 000 долларов за акцию).
- *Большая доля собственности CEO.* У Синглтона и Баффета были существенные доли собственности в своих компаниях (13% у Синглтона и свыше 30% — у Баффета). Они мыслили как собственники, поскольку ими и являлись.
- *Дочерние страховые компании.* И Синглтон, и Баффет признавали потенциал инвестирования в страховые компании для создания стоимости в интересах акционеров; для обеих компаний страхование было крупнейшим и важнейшим бизнесом.
- *Аналогия с рестораном.* Фил Фишер, известный инвестор, однажды сравнил компании с ресторанами: благодаря сочетанию политики и решений (по аналогии с кухней, ценами и обстановкой) они сами выбирают себе клиентов. Можно сказать, что и Баффет, и Синглтон управляли крайне необычными «ресторанами», которые со временем привлекли единомышленников, ориентированных на длительные отношения.

* Акции класса A — обыкновенные акции компании, которые, как правило, не дают права голоса. Выпускаются в том случае, когда компания намерена мобилизовать дополнительный капитал, не связывая себя обязательством выплачивать фиксированный дивиденд и не размывая контроль. Однако такие акции не пользуются популярностью у институциональных инвесторов и в настоящее время выпускаются редко. *Прим. пер.*